2026.11.13

한국전력 (015760)

블루웨이브 이후의 종전 기대감이 유일한 희망

목표주가 4.0만원 하향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 48,000원에서 40,000원으로 하향 조정한다. 유가와 LNG 상승으로 인한 연료비 부담은 27년 상반기까지 지속되는 한편, 산업용 전력요금 개편이 먼저 실행되면서 동사 전력판매 수익은 축소될 가능성이 높다. 이 같은 요인을 반영해 27년 실적 눈높이를 당초 대비 낮췄다.

재무구조 측면에서 26년 기준 약 130조원에 달하는 차입금도 우려스럽다. 연료비 부담을 전가할 수 있는 전력비 인상이 이뤄질 가능성은 낮아 보이고, 산업용 전력요금 인하로 발생하는 비용을 상쇄시킬 수 있는 도매부문 요금제 개편도 단기에 실행되긴 어려워 보인다. 이는 궁극적으로 차입금 상환력에 대한 의구심으로도 이어질 수 있다. 단기로는 물론, 중장기로도 동사 수익성과 재무구조 개선의 신뢰성을 약화시키고 있는 대내외적 여건을 반영해 적용 멀티플을 기존 대비 20% 할인했다. 금번 목표주가는 27년 예상 BPS 85,135원에 PBR 0.47배를 적용해 산출한 값이다.

매수의견은 유지한다. 분명 지금 당장은 여러모로 쉽지 않은 여건이지만, 그래도 최악은 지나고 있다. 11월 미국 중간선거에서의 민주당 압승으로 종전 가능성이 한층 높아졌고, 그 기대감으로 유가가 빠르게 하향 안정화되고 있다는 점이 가장 희망적인 변화다. 현 추세라면 빠르면 27년 2~3분기 전후 연료비 부담이 완화될 수 있고, 새울 #3,4호기 가동으로 인한 발전믹스 개선도 비용 측면에서 긍정적 기여가 가능하다.

3Q26 Review: 영업이익 1.64조원(-71%YoY) vs 컨센서스 2.64조원

3분기 영업이익은 1.64조원(-71%YoY)으로 시장 컨센서스 2.64조원을 크게 하회했다.

산업용 중심으로 전년대비 전력 판매량이 -1.9% 감소했고, 전력 판매단가도 -1.2% 하락했다. 무엇보다 에너지 강세로 인한 연료비 부담이 특히 컸는데, 석탄/LNG/원유 등이 전반적으로 상승하면서 연료비는 +25% 증가했다. LNG 상승은 SMP 상승으로 이어지며 동사 전력구입비 부담으로 연결됐다. 여기에 RPS 확대로 인한 REC 비용까지 증가하면서 전력구입비는 전년동기 대비 +11.4% 높아졌다. 환율하락 정도를 제외하면 판매량과 판매가격, 연료비와 전력구입비 등 그 외 모든 요소들이 실적에는 부담으로 작용한 것이다. 월성원전 해체비용 관련 충당금 설정과 온실가스 초과 배출 등 기타 영업비용이 약 0.9조원 가량 반영된 점도 금번 실적 부진에 영향을 미쳤다.

4분기는 적자전환, 그래도 27년은 6.1조원으로 +14% 증익 전망

4분기는 -1.19조원 적자전환하며 컨센서스 702억원을 크게 하회할 것으로 예상한다. 연료비와 전력구입비 부담이 지속되는 한편, 지난 9월 새울 3호기가 시운전 과정에서 배관 누설로 가동 중단된 만큼 발전믹스 개선 효과도 기대하긴 어려워졌기 때문이다.

27년은 6.1조원으로 +14% 증익을 전망한다. 최근 종전 기대감으로 하향 안정화 중인 유가가 2~3분기부터 반영되며 연료비, 전력구입비가 완화될 수 있다는 점에 근거한다. 새울 #3,4호기 상업가동도 연료비 추가 하락 요인이 될 수 있다. 또한 현재는 산업용 전력요금 인하 효과만 반영했는데, 정부 계획대로 도매부문의 전력요금 개편도 동시에 이뤄진다면 영업이익은 현재 추정치 대비 약 1.5~2조원 상향될 여지가 존재한다. 해당 부분은 향후 도소매시장 개편 상황을 확인하면서 추가로 반영할 예정이다.

iM증권

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**40,000원(하향)**
종가(2026.11.12)	**30,650원**
상승여력	**30.5 %**

Stock Indicator	
자본금	3,210십억원
발행주식수	64,196만주
시가총액	19,676십억원
외국인지분율	20.3%
52주 주가	27,850~67,900원
60일평균거래량	1,485,476주
60일평균거래대금	46.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.1	-7.4	-24.8	-37.8
상대수익률	16.6	14.2	7.1	-65.9

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	97,429	97,552	102,242	103,625
영업이익(십억원)	13,491	6,237	8,390	12,597
순이익(십억원)	8,545	3,784	5,138	8,409
EPS(원)	13,311	5,895	8,004	13,099
BPS(원)	75,035	80,504	87,819	99,673
PER(배)	3.5	6.0	4.4	2.7
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	19.4	7.6	9.5	14.0
배당수익률(%)	3.3	2.0	2.8	4.5
EV/EBITDA(배)	5.7	7.6	7.0	5.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/정유/화학]
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

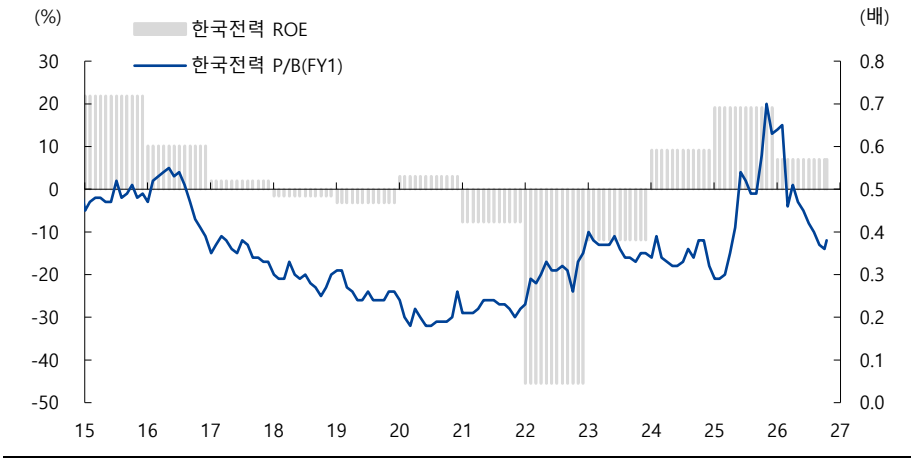
[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한국전력 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	**24,224**	**21,950**	**27,573**	**23,683**	**24,398**	**21,919**	**26,852**	**24,131**	**97,435**	**97,300**	**97,407**
전기판매수익	23,211	20,946	26,475	22,373	23,223	20,741	25,507	22,759	93,005	92,230	92,586
기타매출	1,013	1,004	1,098	1,315	1,175	1,178	1,345	1,371	4,430	5,069	4,821
매출원가 및 판관비	**20,470**	**19,814**	**21,920**	**21,705**	**20,614**	**20,791**	**25,207**	**25,323**	**83,939**	**91,935**	**91,308**
연료비	5,010	4,315	5,501	4,610	5,218	4,925	6,884	6,529	19,436	23,555	21,992
구입전력비	8,757	8,601	9,248	7,447	8,720	8,487	10,303	9,200	34,053	36,710	36,718
감가상각비	2,951	2,927	2,956	2,834	2,937	3,015	3,036	3,023	11,668	12,011	12,573
수선유지비	557	732	776	1,277	607	833	799	978	3,342	3,217	3,585
기타 영업비용	3,195	3,240	3,439	5,537	3,132	3,531	4,186	5,592	15,411	16,441	16,440
영업이익	**3,754**	**2,136**	**5,652**	**1,949**	**3,784**	**1,128**	**1,645**	**-1,192**	**13,491**	**5,364**	**6,099**
영업이익률	15.5%	9.7%	20.5%	8.2%	15.5%	5.1%	6.1%	-4.9%	13.8%	5.5%	6.3%

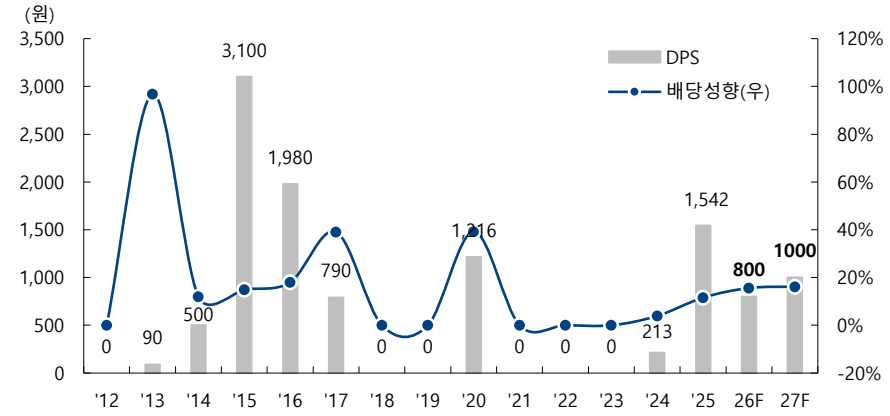
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한국전력 ROE-PBR 밸류에이션 추이



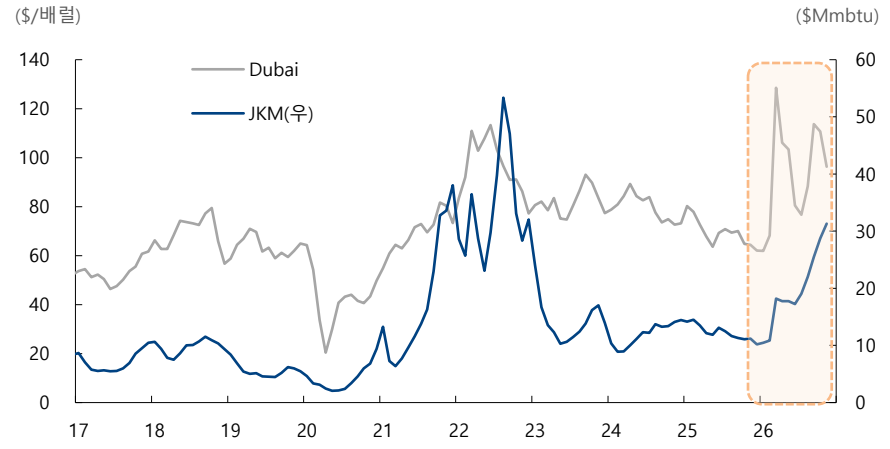
자료: iM증권 리서치본부
주: 26년 ROE는 당사 추정치 기준

그림2. 한국전력 DPS 및 배당성향 추이



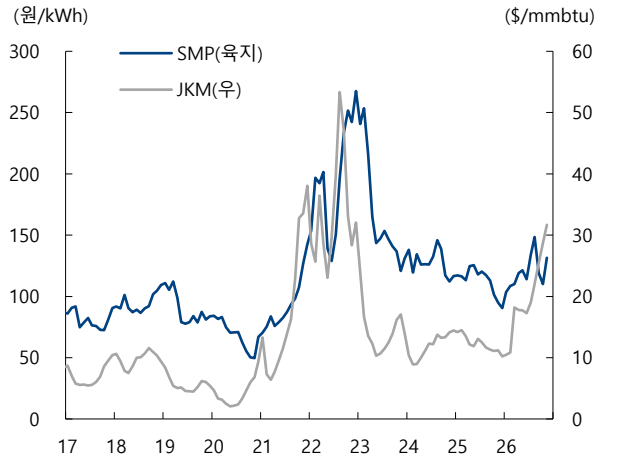
자료: iM증권 리서치본부

그림3. Dubai 및 JKM 가격 추이



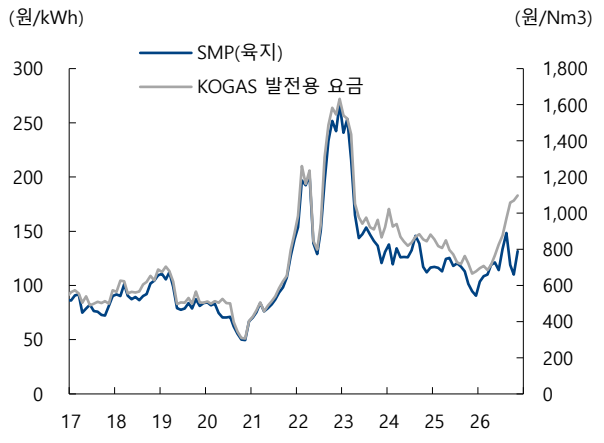
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. SMP 및 JKM 가격 추이



자료: EPSIS, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. SMP 및 KOGAS 발전용 요금 추이



자료: EPSIS, 한국가스공사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	30,715	29,003	27,788	25,085
현금 및 현금성자산	2,241	2,116	2,887	796
단기금융자산	3,513	3,162	1,581	1,660
매출채권	14,472	14,116	14,129	13,583
재고자산	10,153	9,730	10,228	10,176
비유동자산	224,212	234,163	248,068	263,700
유형자산	187,752	197,119	209,879	223,659
무형자산	1,101	949	820	711
자산총계	254,927	263,166	275,856	288,786
유동부채	67,107	67,587	67,430	66,468
매입채무	3,543	5,446	6,331	6,784
단기차입금	9,979	10,679	11,379	11,729
유동성장기부채	35,908	34,816	32,724	30,227
비유동부채	138,497	143,252	152,515	161,925
사채	80,608	82,108	83,108	85,608
장기차입금	3,275	3,775	4,275	6,275
부채총계	205,605	210,839	219,946	228,393
지배주주지분	48,170	51,127	54,654	59,066
자본금	3,210	3,210	3,210	3,210
자본잉여금	2,410	2,410	2,410	2,410
이익잉여금	28,501	31,282	34,609	38,792
기타자본항목	14,049	14,225	14,425	14,653
비지배주주지분	1,153	1,200	1,256	1,327
자본총계	49,323	52,327	55,910	60,393

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	97,429	97,300	97,407	96,911
증가율(%)	4.3	-0.1	0.1	-0.5
매출원가	80,705	88,569	87,897	85,894
매출총이익	16,725	8,731	9,509	11,017
판매비와관리비	3,234	3,366	3,411	3,351
연구개발비	188	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	13,491	5,365	6,099	7,665
증가율(%)	61.3	-60.2	13.7	25.7
영업이익률(%)	13.8	5.5	6.3	7.9
이자수익	440	404	342	188
이자비용	4,340	3,963	3,927	3,951
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	521	686	826	849
세전계속사업이익	11,587	4,468	5,382	6,717
법인세비용	2,920	1,126	1,356	1,693
세전계속이익률(%)	11.9	4.6	5.5	6.9
당기순이익	8,667	3,342	4,026	5,024
순이익률(%)	8.9	3.4	4.1	5.2
지배주주귀속 순이익	8,545	3,295	3,969	4,954
기타포괄이익	-145	176	200	229
총포괄이익	8,521	3,518	4,225	5,253
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	20,880	24,671	29,054	27,017
당기순이익	8,667	3,342	4,026	5,024
유형자산감가상각비	13,630	13,532	13,390	12,970
무형자산상각비	159	152	129	109
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-18,445	-23,145	-25,704	-28,651
유형자산의 처분(취득)	-15,367	-22,900	-26,150	-26,750
무형자산의 처분(취득)	-99	-	-	-
금융상품의 증감	-2,457	-764	-1,302	-1,989
재무활동 현금흐름	-2,635	144	-881	1,236
단기금융부채의증감	948	-391	-1,392	-2,147
장기금융부채의증감	-2,889	2,000	1,500	4,500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-26	-26	-26	-26
현금및현금성자산의증감	-142	-124	771	-2,091
기초현금및현금성자산	2,383	2,241	2,116	2,887
기말현금및현금성자산	2,241	2,116	2,887	796

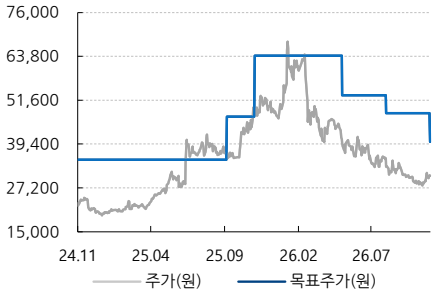
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	13,311	5,132	6,183	7,717
BPS	75,035	79,642	85,135	92,008
CFPS	34,790	26,448	27,242	28,090
DPS	1,542	800	1,000	1,200
Valuation(배)				
PER	3.5	6.0	5.0	4.0
PBR	0.6	0.4	0.4	0.3
PCR	1.4	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.7	7.7	7.5	7.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	19.4	6.6	7.5	8.7
EBITDA이익률	28.0	19.6	20.1	21.4
부채비율	416.9	402.9	393.4	378.2
순부채비율	251.4	241.0	227.2	217.5
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	6.9	7.0
재고자산회전율(x)	9.8	9.8	9.8	9.5

자료 : 한국전력, iM증권 리서치본부

한국전력 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-17	Buy	47,000	-12.6%	5.4%
2025-11-14	Buy	64,000	-20.9%	6.1%
2026-05-14	Buy	53,000	-30.5%	-21.9%
2026-08-13	Buy	48,000	-36.1%	-27.5%
2026-11-13	Buy	40,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-